

## 米国サブプライム住宅ローン危機と国際金融不安

Subprime Mortgage Crisis in the United States  
and Global Financial Turmoil毛利良一<sup>\*</sup>, Ryoichi MOHRI

## 目次

はじめに——問題の所在と危機の性格

米国サブプライム住宅ローン危機の連鎖と背景

- (1) 米国サブプライムローン発の危機の連鎖
- (2) 米国サブプライムローン危機の背景
- (3) 3つの不確実性と関係者の問題点

サブプライム危機への対策

- (1) 米国政府・連銀がとった対策
- (2) 延滞・差押さえ急増への対策
- (3) 再発防止のための住宅ローン市場改革・金融体制改革
- (4) 国際機関の診断と処方箋

基軸通貨ドル体制の将来展望

- (1) ドルの下落とドル離れ
- (2) 政府系ファンド・産油国マネーの動き
- (3) アメリカ長期資本収支の動向

投機資本をどう規制するか——むすびに代えて

## Abstract

A lot of literature has analyzed the subprime mortgage crisis, an ongoing economic problem manifesting itself through liquidity issues in the global banking system owing to foreclosures which accelerated in the United States in late 2006 and triggered a global financial crisis during 2007 and 2008.

This paper firstly focuses on the causes, background and characteristics of the subprime mortgage crisis. This crisis has varied and complex components such as teaser interest rates for the subprime borrowers, overbuilding of mortgage through securitization by underwriting of financial institutions with credit rating companies.

Secondly this paper tries to study the measures taken by the federal government and central bank in the United States as well as private bankers.

This paper thirdly analyses the future dollar system as the international key currency in the global financial turmoil, by taking notes for long term capital inflow to the United States.

Lastly some counter-measures are considered against the speculation in the commodity future markets.

キーワード：サブプライム住宅ローン，過剰マネー，証券化，BIS 自己資本比率規制，国際基軸通貨ドル，政府系ファンド，長期資本収支

<sup>\*</sup> 日本福祉大学教授 大学院国際社会開発研究科 / 経済学部, [mohri@n-fukushi.ac.jp](mailto:mohri@n-fukushi.ac.jp)  
URL: 毛利良一 Online (<http://mihama-w3.n-fukushi.ac.jp/ins/mohri/>)

## はじめに——問題の所在と危機の性格

2006 年末から 07 年夏にかけて顕在化した米国サブプライム住宅ローンに端を発する危機は、多様なルートを通じて世界経済を震撼させた。住宅ローンの借手と貸手、ローン債券の証券化を通じた投資家・金融機関の損失拡大、世界的な株価下落、ドルの下落と他の通貨為替相場の上昇による世界貿易への影響、過剰マネーの原油・穀物など商品先物市場への流入にともなう物価騰貴、企業や生活者への影響拡大などである。

この危機はいくつかの特徴を持つ。第 1 は、国際基軸通貨国アメリカ発であることだ。1960 年代のドル危機が、1971 年 8 月のニクソン大統領による金ドル交換停止およびその後の主要国の変動為替相場制への移行によって、アメリカの国際収支節度の喪失と為替変動による不確実性の増大、国際金融資本にとっての投機機会拡大という副産物を伴いながら終止符を打たれて以来、国際金融危機の震源地は途上国や移行経済諸国に移っていた。世界を揺るがせた経済危機には、1970 年代の石油輸出国機構による原油価格の引き上げ、80 年代の中南米諸国に始まりアジアや中東欧、アフリカ諸国にも広がった債務返済危機、90 年代にはアジア通貨・金融危機から始まり、中南米やロシア、さらには米国ヘッジファンドにも伝染した危機などがあるが、その背景要因にアメリカの政策やアメリカの大手金融機関が絡んでいたにせよ、途上国発の危機であった。今回の危機は、アメリカ発・アメリカ仕掛け・損失もアメリカが最大という危機である。

第 2 に、個別金融機関の経営難が金融システムに影響を与えるという従来型の展開ではなく、史上初の、証券化による「組成・転売型モデル」という金融手法を通じて拡散したリスクが市場において一挙に顕在化したことによる新しい型の金融システム問題という特徴がある。米国は、ノーベル経済学賞受賞者を輩出した金融工学部門の傑出した力量によって、証券化やデリバティブの開発を武器にして金融グローバル化を推進したが、灯台下暗しと言うべきか、国内の、しかも信用力の低い世帯を対象とした住宅ローンで危機が始まったことである。証券化やレバレッジなど、素人には理解しがたい方法を活用してますます金融が肥大化し、大手金融機関は濡れ手に粟の莫大な利益を手にしてしたが、住宅バブルの崩壊によって歯車が反転した。普通 30 年までの長期ローンが組まれるが、最初 2～3 年は比較的低金利、その後は 2 倍にもなる高金利が支払えなくなった借手は返済を延滞し、挙句の果ては担保にした住宅を手放してホームレス化した人、するであろう人も少なくない。住宅ローンの世界においても新自由主義が略奪的であることが明らかにした。

第 3 に、世界の実体経済に及ぼす危機の大きさである。過剰マネーのもとでの証券化と金融の自由化・グローバル化は、住宅ローン担保証券をアメリカ国内のみならず、欧州や日本など世界中の投資家に購入させ、資産価格の下落は多くの金融機関に巨額の損失を発生させた。米欧における金利引き下げにもかかわらず世界的に株価は下落し、行き場を失った過剰マネーが原油や穀物の先物市場に流入した。商品先物市場の規模は、世界の株式や債券市場に比べると桁が違った

め、わずかな資金シフトでも原油をはじめ、小麦、大豆、トウモロコシなどの急騰を引き起こし、資源・食料争奪戦は世界的な食料危機を新たに追加している。燃料・原料価格の高騰の影響は、農漁業、製造業、運輸業などあらゆる分野に値上げの連鎖、利益収縮と従業員リストラの危機をもたらし、物価高騰のなかでの景気後退、すなわちスタグフレーションへの転化のおそれをもたらしている。各国の財政は圧迫を受けることになり、社会セーフティネットへの支出の削減を図ろうとする政府も少なからずあり、格差問題はさらに先鋭化するだろう。

第4に、従来の途上国債務危機や旧社会主義国の市場経済への移行に際して、アメリカ主導グローバル化の綱領とも言うべき「ワシントン・コンセンサス」は財政支出の優先順位付け、国営企業の民営化や規制緩和、貿易や外国投資の自由化の受け入れを迫り、金融市場において自由化と証券化を説いた（毛利良一 [2001] pp. 136-139）。先進国世界においても、新自由主義とアメリカ主導金融グローバル化の中で採用されてきた国際的な金融監督・規制の仕組み、とりわけ BIS 自己資本比率規制が重要な役割を演じたが、問題は、政府機関が課すルール・ベースの監督・規制に替えて、透明性と市場規律に依拠したプリンシプル・ベースを標榜することによって金融取引の帳簿外へのオフバランス化や証券化の拡大を助長して、緩やかな監督の下での抜け穴探しが今回の危機の背景を作り出してきたことである。綻びをどう取り繕うかではなく、抜本的な改革を進めて行けるのかが問われることになる。

第5に、アメリカ主導の金融革命、中身的には証券化と格付会社による評価システムへの信頼が揺らぎ、外国為替市場でドルが売られてドルが下落し、先行きのドル不安がセンセーショナルに報道されたことである。これまで巨額の経常収支赤字と財政赤字とを、それを上回る資本収支の黒字によってファイナンスするだけでなく、米国の金融資産価値を増大させて海外投資にも振り向けて、債権と債務の利回りの差額を獲得して「帝国循環」の中心に君臨してきたアメリカがその地位を守るのかどうか、が問われることになる。基軸通貨ドル体制の今後を考える上では、短期の市場動向だけではなく、巨額の損失を計上した金融機関の増資に協力をした石油輸出や経常収支黒字国の政府系ファンド（SWF：Sovereign Wealth Fund）の投資戦略、米国金融市場に代替しうる金融市場の可能性、米国の長期資本収支の動向なども検討する必要がある。

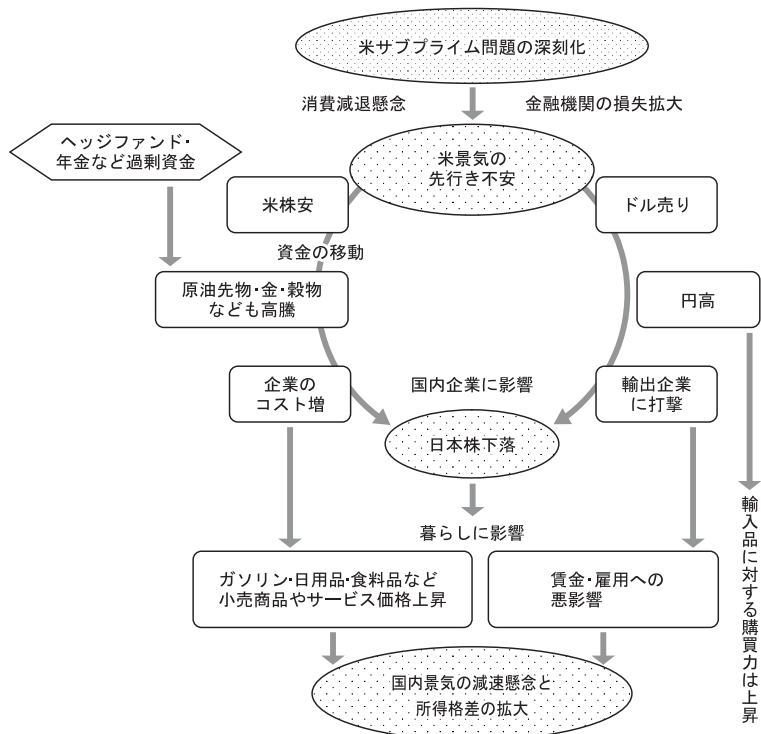
## 米国サブプライム住宅ローン危機の連鎖と背景

### （1）米国サブプライムローン発の危機の連鎖

#### 米国実体経済の悪化

まず、はじめに第3で述べた世界の実体経済に及ぼす危機の大きさについて、図表1を使って考えてみる。まず米国では、1990年代のクリントン政権時代には東西冷戦の終結にともなう情報通信革命が景気拡大を牽引して、景気後退のない「ニューエコノミー」と称されたが、2001～02年にITバブルは崩壊した。その後、不動産ブームが米景気拡大を支えたが、米国の住宅ローンの対GDP比率は2000年には45%程度であったが、2007年には75%へと急増している。しか

図表 1 米国サブプライムローン問題の日本・世界への波及



(出所) 『朝日新聞』2007年11月22日、p.2の図に加筆して、筆者作成。

し2006年第2四半期に米住宅価格は低下に転じ、その後下げ幅が引き続き拡大して、ブーム収束を印象づけた。住宅ローンおよびその証券化商品をかかえる金融機関の不良債権が膨らむ要因となり、また借手の側では、米住宅価格の下落が続き金融機関が融資基準を厳格化しているため、低利の住宅ローンへの借換えが難しくローン支払いの延滞率の上昇が続いている。米格付会社スタンダード・アンド・プアーズの調査によれば、2006年中に住宅ローン担保証券(RMBS)の格付を得たサブプライムローンの延滞率は、08年4月末で37.11%、05年中に格付を得たRMBSでは36.79%、07年中のRMBSでは25.87%に達している(『日本経済新聞』20080523)。200万世帯を超えるローン延滞者がホームレス化するおそれがある。

ITバブル崩壊後の米国経済成長を牽引してきた住宅ブームの崩壊は、実体経済に大きな影響を及ぼしている。米国金融機関は人員削減を一段と進め、2005年、06年は約5万人だった解雇者は07年には15万人に急増し、うち5割を住宅ローン会社が占めた。大手金融機関では証券大手ベアー・スターンズを買収したJPモルガン・チェースが、ベアー従業員の55%にあたる7600人余を解雇する。大手銀行シティグループは4月に9000人の追加削減を発表し、昨年からの削減数は1万3000人に上る(『日本経済新聞』20080525)。こうしたリストラの話はこと欠かない。

### 過剰マネーの原油・穀物先物市場への流入

実体経済に対する金融の肥大化、そして過剰マネーの先物分散投資が急拡大していることに留意する必要がある。年金基金、生命保険などの機関投資家や富裕層の投資クラブであるヘッジファンドなど、2008年3月末のファンド残高は約2100億ドル（21兆8000億円）に達し、5年間で4倍に膨らんでいる。ファンドの大半は、あらかじめコンピュータに投資モデルを組み込み、市場の値動きに応じて相場が上がり始めると自動的に買い注文、下がり始めると売り注文を出す。運用姿勢が同じ方向に傾きやすく、近年の原油や小麦・大豆、トウモロコシなどの穀物の高騰要因になっている。

商品市場における値動きの激しさの背景には、株式・債券市場と商品市場の規模が桁外れに違っていることがあげられる。数字を比較すると、世界の店頭デリバティブの想定元本は合計4京9300兆円、世界の株式市場7200兆円、主要先進国G7の株式市場4500兆円、日本の株式市場500兆円、世界の債券市場5500兆円、日本の債券市場920兆円に達する。これに対し、世界中でこれまで産出した金の総額は450兆円、金の先物市場4.5兆円、米国の原油先物市場14兆円に過ぎず、規模の相違が明白である。金融市場から商品先物市場へ、資金が一部シフトしただけで相場を大きく揺さぶっているのである（<http://fortheopensociety.blog17.fc2.com/blog-entry-17.html>）。

また原油投機については、経済産業省の2007年度『エネルギー白書』草案では、原油価格が1バレル100ドルに迫った07年後半時点で、需給要因は50-60ドルにしか過ぎず、投機資金や地政学リスク分は30-40ドルに上ると述べている。また米上院司法委員会公聴会でファンド運用担当者は、商品指数への運用資産残高は03年の130億ドルから08年3月末には2600億ドルと20倍に急増した、と証言している。ここ5年間に原油先物で生じた投機需要は8億4800万バレルに相当するが、この間の中国の原油需要増の9億2000万バレルに匹敵する（『日本経済新聞』20080525）。中南米では、ベネズエラが主導する「ペトロカリベ」が代金の支払いには生産物や人的サービスも可能とする優遇条件で、石油を供給する仕組みを拡大しつつあり、注目を集めている（毛利良一 [2007] [2008]）。

こうした原油や穀物価格の高騰は、諸物価に連動し、企業利益を圧迫し、株価や輸出に大きな影響を与える。賃金・雇用を直撃し、財政収入を削減することによって社会セーフティネット支出にも影響を与え、各国国民生活に打撃を与えている。また自給率の低い食料輸入国、とりわけアフリカやアジアの途上国には打撃となり、食料暴動の多発や国際社会による支援の必要も報道される状況がある。原油や穀物高騰で利益を得ているグループや諸国もあるが、そうした諸国での所得配分の適正化はまだまだ難しく、マイナスの影響を受ける人口の方がはるかに多いために、国際的にも国内的にも所得格差の拡大が懸念されている。

他方、資源価格の高騰で潤う新興経済諸国の中には、アメリカの景気後退にあまり影響を受けていない国もある。いわゆる「デカップリング現象」であるが、紙数の制約もあり小論では取り上げない。

## (2) 米国サブプライムローン危機の背景

世界的に深刻な影響をもたらした米国サブプライム住宅ローン危機はいかにして生じたか。この問題については、米住宅ローン制度の仕組みの変化、ローンの証券化と再証券化、証券の格付がキーワードである。すでに多くの研究者による先行研究（例えば今宮謙二 [2007]、二上季代司 [2007]、高田太久吉 [2008]、井村喜代子 [2008]）や官庁・民間シンクタンクによる優れた説明があり、新たな論点を付け加える余地はあまりない。問題は、米国の住宅金融制度の仕組み、金融債券の証券化や証券の格付の仕組みについて予備知識の少ない人に、どう説得的に分かりやすく説明して後の展開を助けるかである。先行研究の説明や図表を活用させてもらう。

### 米国住宅ローン制度の変化

米国の住宅ローン流動化は、1930年代大恐慌下における民間金融機関の預金流出、流動性危機対策としての貸付資産の流動化に端緒を持つ。1934年住宅法によって、連邦住宅庁（FHA）による住宅ローン保険制度を導入したうえで、モーゲージ（債務者が債権者に対して交付する約束手形など保険証券の総称）の買取機関となる連邦抵当金融金庫（Fannie Mae, ファニーメイ）が設立された。第2次世界大戦後のベトナム戦争期には、拡大する財政赤字と国債発行への対応のためにモーゲージ担保证券（MBS）への組み込みを推進する役割を持たされた政府抵当金庫（Ginnie Mae, ジニーメイ）が新設され、このMBSの元利支払いを保証する保証型の証券化プログラムが導入された。1980年代には金融革新が進み、連邦政府の保証・保険の比重が低下し、証券化によって組成（originate）された住宅モーゲージを即座に転売できることから、預金貸付金融機関以外のノンバンクであるモーゲージバンクが台頭するようになった。2006年末現在の残高ベースで、米国住宅ローン市場は10兆9000億ドルに達し、全米金融資本市場の30%（ちなみに政府証券・機関債市場は26%）をしめ、その37.5%が先述の連邦機関（GSE）関連の証券化プールに組み込まれて流動化され、ローン供給者が長期固定ローンを供給する際の不可欠の仕組みとなって久しい（井村進哉 [2007a]）。

米国の住宅ブームのさなか、2003年以降に変化が生じた。連邦政府支援機関が関与しない民間ベースの証券化ビジネスの拡大と相まって、サブプライム層への非伝統的住宅ローンが爆発的な広がりを見せた。サブプライムローンとは、「信用力の劣る借手に対する住宅ローン」を意味し、残高は約140～170兆円、米国住宅ローン市場の約13～15%を占める。近年、延滞率が上昇（07年第2四半期：14.8%）している。非伝統的ローンの特徴として、当初（最長15年）の返済は金利部分のみ、毎期の返済額は借手の任意、当初は実勢よりも低い固定金利で、数年後に高い変動金利に切り替え、融資審査にかかる要件が通常よりも緩いローン、など新機軸をうたい、「所得水準に見合う・経済的に管理できる商品」「信用を回復する商品」とのキャンペーンが打ち出されて販売されたことがあげられる（みずほ総合研究所 [2007] pp.76-78）。結果的に「略奪的貸付」（predatory lending）であったことが判明したローンでは、高金利・高手数料を利用しつつ、金融業者、ブローカー、住宅リフォーム業者などが、正常な実務慣行を理解せず



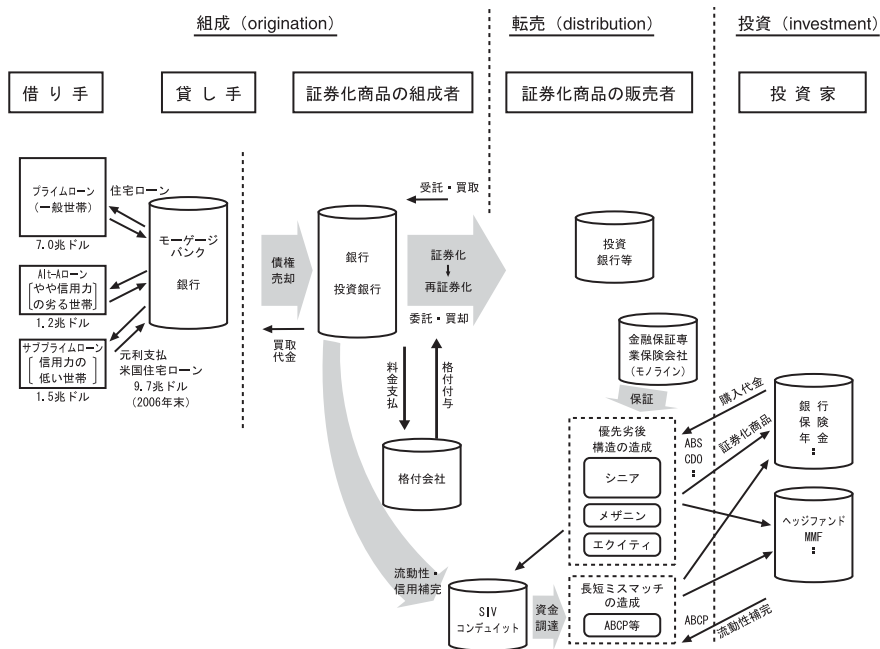
に詐欺的な営業をおこなったり、借手の理解不足に乗じて不公平な特約条項をローンにつけたりしていたが、野放しに近い状態であった。リスク許容度の高い富裕層向けであるべき、非伝統的な新しいローン証券がリスク許容度の低い低所得者層に提供されたという点に、アメリカのサブプライムローンの問題がある（金子隆昭 [2008]）。

### 住宅ローンの証券化とその仕組み

証券化市場を舞台にした史上初の金融危機の理論的解明は、先にあげた今宮謙二 [2007]，二上季代司 [2007]，とくに高田太久吉 [2008]，井村喜代子 [2008] などに依拠している。ここでは民間および官庁エコノミストによって作成された図解を使って、整理する。

図表 2 をご覧いただきたい。借手は住宅ローン専門のモーゲージバンクなど貸手からローンを受ける。モーゲージバンクは債権を銀行・投資銀行に売却して借手との縁を切り、貸付を回収してしまう。銀行は多数のローン債権をひとまとめにしてローンプールを形成し、資産を証券化・再証券化する。その際、証券化商品を自ら設立した SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）に譲渡してオフバランス化（リスクのあるローン債権を自らのバランスシートから切り離し）する。証券は内外の銀行、保険、年金基金、ヘッジファンドなどの投資家に販売される。

図表 2 米国サブプライム住宅ローン関係の証券化の構図



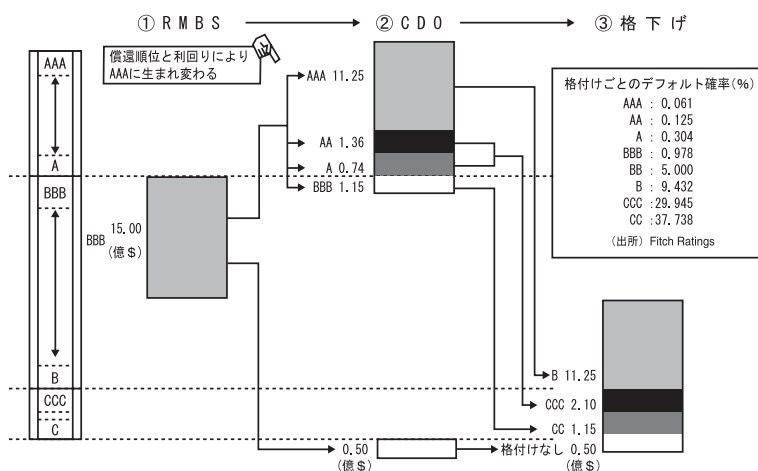
（出所）日本銀行 [2008]，金融庁 [2008] にもとづき，筆者作成。

「組成・転売型モデル」である。ここで SPV は、SIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル：Structured Investment Vehicle）をつくり、銀行やファンドから出資を募り、さらにコマーシャルペーパー（CP）で負債を調達して、債務担保証券（CDO）などに投資する。SIV は、資金調達の手段というより、証券化商品を運用する特別ファンドに近い。根から水を吸い上げる導管に似せて作りこんだ「コンデュイット（conduit）」は、金融資産を担保・見合いとして CP などを発行する仕組みで、本来はその資産から生ずるキャッシュフローや、その資産の現在価値を見合いに新たに借り入れる（リファイナンス）資金で既存の CP を弁済していく。これがうまくいかない場合には「栓」が発動されて、金融機関などが元利を支払うことになる。

近年の資産証券化で特徴的なのは、ひと組のローンプールを担保にして発行する証券を、低リスク証券（シニア、メザニン）から高リスク商品（エクイティ、格付なし）に類別して販売を促進する（図表 2）とともに、原資産のデフォルトなどから発生するリスクを一部の高リスク・トランシェに集中させることで、他の証券に高格付を獲得させ、証券全体の販売価格の引上げを図る手法である。格付レベルを嵩上げするために住宅ローン保証を専業とする保険会社（モノライン）が保証を与える（これにはニューヨーク大学教授ルビニが「ブードゥー・ファイナンス」だと厳しく批判している：奥愛 [2008]）。このようにして証券は、資産担保商業手形（Asset-Backed Commercial Paper：ABCP）や債務担保証券（Collateralized Debt Obligation：CDO）となる。証券化は、投資信託や年金基金をはじめとする多様な機関投資家に対して、それぞれの戦略に合致した新たな投資機会を提供し、また市場に厚みを加えた（市場参加者を広げ、流動性を高める効果をもった）との評価を得た。しかし、金利を支払うための資金調達をどう確保するのか、売却した時に値が付くのか、などの流動性補完も必要となったのである。

こうした証券化の行き過ぎた例を示すのが図表 3 である。図表中の の順に沿って説明を

図表 3 行き過ぎた証券化



(出所) 五十嵐敬喜 [2008].



加えると、 BBB 格 15 億ドルの RMBS が、 高リスク 5000 万ドルの格付なしを括りだすことによって他の部分のデフォルト率を下げ、 償還順位と利回りにより AAA 格 11.25 億ドル、 AA 格 1.36 億ドル、 A 格 0.74 億ドル、 B 格 1.15 億ドルの証券が組成される錬金術の方法が示されている。ところが住宅ローンの借手の延滞率が高まり、 時価会計上から放置できない水準に証券価格が下落すると、 格付会社はこれら証券を劣後トランシェ証券に引き下げるのである。

#### 証券化商品推進派の議論と生じた事態

証券化商品推進派の主張と実際に生じた事態を突き合わせると、次の問題が明らかとなる。高田太久吉 [2008] に沿いながら、補足して述べる。

証券化は、原債権である住宅ローンにまつわるリスクを多くの投資家に分散させる効果があると主張された。銀行が引き受け機能を問わず返済能力を審査しなくなることによって、銀行が負担すべき借手の債務不履行にともなう信用リスクから、不動産価格や賃料などが変動して生じる市場リスクに転換されて不特定多数の投資家のバランスシートに収まったが、金利やインフレ率などによって影響を受ける市場リスクは評価・予測・管理がきわめて難しく、またローンが膨張してどこにどれくらいのリスクがあるか分からなくなった。延滞化率が高まると、これが市場に疑心暗鬼を拡幅した。

債権リスクは格付会社によって評価・格付され、すべての市場参加者により再評価され、その結果はリアルタイムで証券の価格変動に反映される、と主張された。しかし実際には、リスクは原資産のデフォルト・リスクと投資家が保有する証券の価格変動リスクに二重化した。証券価格には価格変動の重心になる基準値というものとは存在せず、需要・供給関係でいつでも限度なく変動するので、原資産である住宅ローンの 5% がデフォルトしただけでも、資産担保証券 (ABS) 保有者の市況判断が急速に悪化し、証券価格が 30% も暴落することが起きた。時価主義会計によって損失の過大評価が生じ、住宅価格の下落幅よりもサブプライムローン担保証券の下落幅が大きくなり、金融危機をより深刻化した可能性が高い (五十嵐 [2008])。

金融機関のポートフォリオ (投資証券) のリスク管理の洗練化と、BIS 規制および時価会計主義の普及によって、過度のリスクを抱え込むリスクが低下すると推進派は主張した。だが、a) 1988 年に公表され、92 年から実施された従来の BIS 自己資本比率規制 (バーゼル ) は、銀行のオフバランス化を推し進め、証券化によって自己資本積み増しを免れさせるとともに、転売して回収した融資資金を他の新規融資に振り向けて資金の回転を効率化させる効果を生み出したが、リスクをデフォルト・リスク (信用リスク) に限定していたため、金融証券化が引き起こす市場リスクに対応できていなかった。b) 信用リスクに関して大手銀行が自社の内部格付を選択的に採用することを容認していたので、ブーム期に利潤拡大をめざした大手銀行は基準を緩めて与信拡大に走った。c) 内部評価におけるリスクウェイトの設定基準は、当局が認定した格付会社の格付にもとづくとしていた。これは項を改めて論じることにする。

こうして資産証券化は、金融システム全体のリスク負担能力とリスク評価・管理能力を高め、

金融システムの効率性と安定性に貢献する、とのプリンシプル・ベースに立っていた。こうした主張は、証券化の構造が複雑かつ情報開示が不完全で、投資家が格付以外に投資判断の材料を持ち合わせないという情報の非対象性のもとで、証券化市場を主舞台とする金融危機を引き起こすことになった。金融機関や投資家の間に、市場支配とリスク負担の面で階層性やリスク管理、選好にも大きな差異があった。巨額の損失を計上した金融機関が多い中で、元財務長官ルービンや現財務長官ポールマンを送り出したゴールドマン・サックスのように、証券価格の下落を見込んでデリバティブを利用した空売りをを行い、大きな利益を得た投資銀行もあったのである。

### 格付会社をめぐる問題

今回の危機では、証券化商品に対して格付会社が付ける格付について、資本市場において一握りの格付会社による寡占構造が存在する、中立的であるべき格付業務と顧客企業から受け取る手数料との利益相反がある、突然の格付変更により投資家の狼狽と市場の混乱が生じた、などの批判が相次いだ（本山美彦 [2008]、高田太久吉 [2008]、野村亜紀子 [2005] など）。

米国の格付制度は1909年のムーディーズ設立に始まるとされる。証券市場におけるS&P、ムーディーズ、フィッチといった3つの格付会社（とくに前2者）の寡占構造は、1975年、証券売買手数料の自由化にともなって証券会社の自己資本を監視する必要が高まったためとして、SEC（証券取引委員会）が、米国市場で発行される証券が投資適格であるためにはSECの認定する格付会社の格付を受けなければならないことを定めたNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）制度を導入したことが大きい。

格付会社が企業の財務状態や証券の信用度を評価する能力と客観性への疑問は、1997～98年アジア通貨危機のころから生じていた。1997年にSECは、NRSROの認定基準として、ユーザーからの信頼性、発行体に左右されない基盤の具有、格付の正確さ、発行体の経営陣からの情報確保、情報漏れ防止策、などを作成していた。だが日本企業の格付においても、3社は1997年には山一証券、日本長期信用銀行などの格付を下げて、倒産に追い込んだ。また1998年から2002年まで一貫して日本の国債の格付を下げ続け、アフリカのボツワナ並みにした。

2001～02年にITバブルが崩壊し、エンロンが会社更生手続きに入った後、2002年7月に企業統治のルール、証券市場監視の強化、監査法人・アナリストの規制強化と並び、格付会社の役割と機能に関する法律が生まれた。サーベンス・オクスリー法である（本山、p.168）。またSECは、2005年4月19日、1934年証券取引所法規則を改正し、格付機関のNRSRO定義に関する規則3b-10を新設する案を公表した。格付会社の問題点として、全国的な認知をえていないゆえに新規参入が閉ざされ寡占状態となっている、発行体から手数料を得て格付を付与するので、中立的な立場の役割と自社のビジネスの間に利益相反が生じる、SECに格付会社を監督する明言規定がない、との認識を持っていたからである。しかし法案への反対論も根強かった。a) NRSROの廃止は市場に混乱をもたらし、競争促進の目的達成に不必要である、b) 登録制は格付機関のクオリティの拡散を招く、c) 格付機関の活動は、言論・出版の自由に関する憲法修正

第1条の保護下にあり留意が必要だ、というものであった（野村亜紀子 [2005]）。

### （3） 3つの不確実性と関係者の問題点

日本の金融庁 HP で発表されている渡辺喜美金融相の諮問機関である金融市場戦略チーム [2007]「第1次報告書」は、米国サブプライム危機を、下記のように整理している。

まずサブプライムローン問題が市場混乱につながった原因の分析として、3つの不確実性をあげている。証券化という金融技術の普及にともなって原資産のリスクが分散し、リスクの所在や規模の特定が困難となった（リスク所在の不確実性）、格付けへの信頼の低下により、証券化商品にたいする市場のプライシング機能が低下し、市場取引の規模やその流動性を急激に縮小させた（価格形成の不確実性）、短期資金を調達して長期運用を行うという資産・負債のマチュリティのミスマッチがあり、流動性リスクが顕在化した（流動性の不確実性）。

次に各アクターごとに、婉曲的な表現ながら、考えられる問題点を指摘している。

借り手：a) 住宅価格の上昇を見込んだ安易な借り入れ

貸し手：a) 貸出債権の売却や証券化を通じた信用リスクの移転を見込んだ甘い審査

b) 住宅価格上昇による借換えを見込み、信用力の低い借手に対する安易な融資

c) 原債権のリスクについて、証券化商品の組成者に対して不十分な情報提供

証券化商品の組成者：a) 原資産のリスクに関する情報収集・情報分析が不十分

b) 証券化商品の一定部分を保有するモラルハザード

c) リスク評価の不適切、不十分な情報伝達

格付会社：a) 証券化商品の格付ビジネスに利益相反が内在

b) 証券化商品のモデルの妥当性につき、適切な検証やディスクロージャが不十分

証券化商品の販売者：a) リスク情報や流動性の低い商品に対する価格情報の提供不十分

投資家：a) 原債権の内容を把握せず格付に依存した投資を行い、リスク量を増加させた

b) リスク認識が不十分なまま高レバレッジ取引をおこなった

c) 預金取扱金融機関が、証券化商品の保有に関し、ディスクロージャ、リスク管理・価格評価、流動性補完のリスク管理において不十分（金融市場戦略チーム [2007]「第1次報告書」（金融庁）<http://www.fsa.go.jp/news/19/20071130-3.html>）。

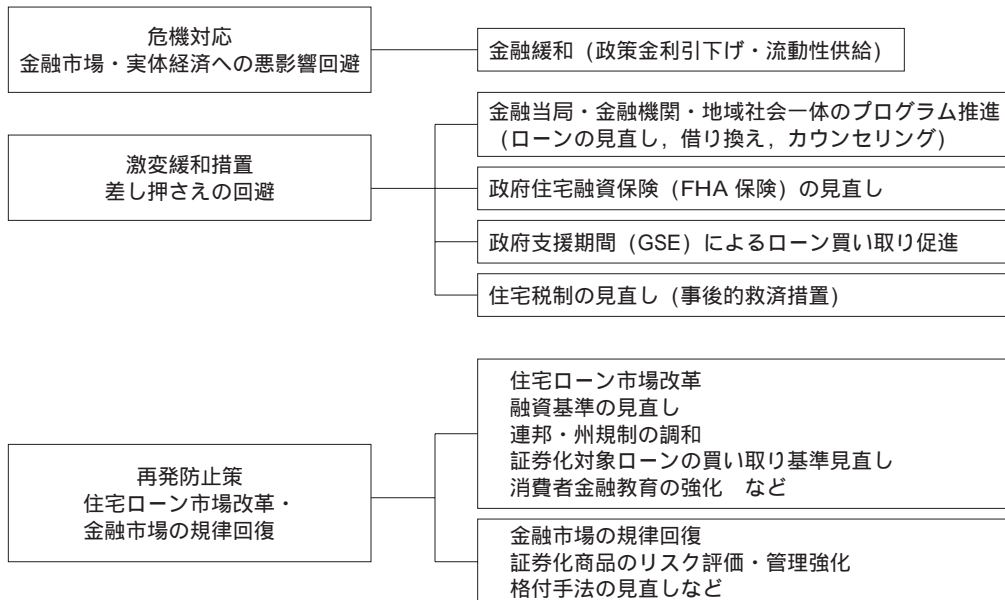
大手金融機関の「貸し込み」の指摘が欠如している点を除けば、ほぼ妥当な指摘である。

## サブプライム危機への対策

### （1） 米国政府・連銀がとった対策

米国では、危機対応策として3つの柱が打ち出された。図表4に見るように、金融市場・实体经济への悪影響回避策、住宅差押さえの回避策、住宅ローン市場改革・金融市場の規律回

図表 4 政策対応の 3 つの柱



（出所）みずほ総合研究所 [2007] p.178.

復による再発防止策，である．対策を検討する前に金融機関の損失額の拡大状況を見ておこう．

### 金融機関の損失額の拡大

世界の大手金融機関が，これまでにサブプライム関連損失として開示している数字は，時期を経るにつれて拡大してきた．またどの金融機関を含めるか，サブプライム関連としてどこまで含めるかは発表機関によって異なる．最近の発表を整理すると，

2008 年 3 月 3 日 ロワリー米財務次官補 世界の金融機関公表損失額は 2000 億ドル超

3 月 7 日 シン IMF 西半球局長 銀行，保険会社，ヘッジファンド，年金基金で 8000 億ドル

3 月 25 日 ゴールドマンサックス 米国の銀行，ブローカー，ヘッジファンドなど 4600 億ドル，世界全体で 1 兆 2000 億ドル

4 月 8 日 IMF 「世界金融安定性報告」 銀行，保険会社，ヘッジファンドなど最大 9450 億ドル

4 月 15 日 OECD 「サブプライム危機に関するレポート」 世界の金融機関で最大 4200 億ドル，などがある．

欧米主要金融機関における損失の発生と増資の状況は，図表 5 に示されている．米田貢 [2008] が言うように，日本では 1980 年代後半の株式・不動産バブルが弾けた後，金融機関の不良債権処理が先送りされて長期間にわたって経済が低迷したのにくらべ，これまでのところ米欧金融機関の損失計上および増資による対処は迅速である．

上位 3 行はクレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap : CDS）市場における

図表 5 主要欧米金融機関における損失の発生と増資の状況

(2008.5.9 現在)

金融機関	直近決算 (当期損失)	サブプライム関連 損失累計額	増資額	出資者
シティグループ (11月26日, 1月15日, 4月29日)	1-3月期 51.1億ドル (5,600億円)	427億ドル (約4兆7,000億円)	416.9億ドル (4兆5,900億円)	アブダビ投資庁, GIC (星), クウエート投資庁, サンディ・ワイル, アルワリード王子等, 一般投資家 (公募)
UBS (12月10日, 4月1日)	1-3月期 113.8億SF (1兆1,000億円)	356億ドル (約3兆9,000億円)	280億SF (2兆8,000億円)	GIC (星), 中東の匿名投資家 (既存株主)
メリルリンチ (12月24日, 1月15日, 4月22日)	1-3月期 19.6億ドル (2,200億円)	287億ドル (約3兆1,800億円)	153.5億ドル (1兆6,900億円)	テマセク HD (星), デビッド・セレクトッド・アドバイザーズ (米), 韓国投資公社, クウエート投資庁, みずほ CB ほか長期投資家, 一般投資家 (公募)
バンクオブアメリカ (1月24日, 4月24日)	1-3月期 12.1億ドル (1,300億円)	150億ドル (約1兆6,500億円)	160億ドル (1兆7,600億円)	一般投資家 (公募)
ソシエテ・ジェネラル (1月24日)	10-12月期 33.5億ユーロ (5,300億円)	25億ユーロ (約4,000億円)	55億ユーロ (8,800億円)	一般投資家 (既存株主)
JP モルガン (4月16日)	1-3月期 23.7億ドル (2,600億円)	95億ドル (約1兆400億円)	60億ドル (6,600億円)	一般投資家 (公募)
モルガン・スタンレー (12月19日)	12-2月期 15.5億ドル (1,700億円)	132.9億ドル (約1兆4,700億円)	約50億ドル (5,500億円)	中国投資公司

( ) 内は増資決定日

(注1) 1ドル=110円、1SF=100円、1ユーロ=160円、1ポンド=207円で円に換算

(注2) サブプライム関連損失累計額は、それぞれこれまで公表された損失額を合計したもの

(出所) 佐藤隆文 (2008)

損失が大きかったと言われる。大手金融機関がサブプライムローンやレバレッジドローンに融資をおこない、これを証券化してヘッジファンドなどが購入して膨張したのが CDS 市場である。巨額損失をかかえた金融機関は、流動性の補填、資本不足のために増資を必要とした。これに協力したのが、中東産油国やシンガポール、中国などの政府系ファンド (SWF) であったことが注目を集めた。これについては後述する。

#### 金融市場への悪影響緩和策

米国政府のとった対策のうち、最初のもは、金融市場と金融機関における流動性不足・資本不足を補填するための金利引き下げ、景気対策、大手金融機関の破綻阻止のための直接的介入などである。この中には、政府支援機関 (ファニーメイなど) の MBS 買取上限額の引上げや、FRB (連邦準備銀行) によるプライマリーディーラーへの貸出制度の導入、ニューヨーク連銀によるベア・スターンズへの流動性供給や、JP モルガンチェースによるベア・スターンズ買取に際しての FRB の JP モルガン向け融資などが含まれる。預金受け入れ機関でない証券会社に実質的に直接資金を貸し付けたとして話題になったが、FRB からすればオペの対象であり、モニタリングもやっていたということなのであろう。またヨーロッパでも金利引き下げや取り付け



騒ぎがあった英ノーザンロック銀行の一時国有化が行われた。

## (2) 延滞・差押さえ急増への対策

対策の2つ目は、延滞・差押さえ急増への対策である。サブプライム住宅ローンでは、当初数年間は返済金利が比較的低目に設定されているが、3、4年目から返済負担が急増する仕組みになっていることはすでに述べた。住宅価格の下落による物件の担保価値の低迷、金利上昇、金融機関の融資姿勢の慎重化などが重なり、従来のような借換えで対応することは困難となっている。しかも、以下に見るように見直し案でも効果は限定されており、見直しは暗い。そのため延滞・差押さえが急増し、今後数年間に少なくとも200万人の住宅所有者がマイホームを失うと予測されている。

### 住宅ローンの見直し

FRBなどの連邦金融監督当局や州銀行監督会議は、2007年4月、住宅ローンの返済不能に陥っている債務者支援を奨励するガイダンスを発表し、ローンの見直し（変動金利から固定金利への変更、返済期間の見直しなど）を融資機関に奨励している。しかしこのガイダンスは融資機関がバランスシートに保有し続けるローンにのみ適用されるという壁がある。サブプライムローンの多くは証券化されてオフバランス化されており、かつ債権回収会社がローンを見直すためには格付会社、証券化機関などの合意を得ることが必要となるので、弾力的な運用は事実上困難である。また米国では、2005年に債務者の返済義務を厳格化する方向で連邦破産法が改正されたばかりで、ローンの見直し提案には融資機関、投資家など債権者側や行政府の反発も強い。

### 連邦住宅庁（FHA）住宅融資保険制度の見直し

ブッシュ政権の差押さえ回避対策の柱となっているのが、米住宅都市開発省（HUD）下にある連邦住宅庁（FHA）が提供する政府住宅融資保険制度の見直しである。延滞債務者のローン切り替えに対しても保険を提供、一律だった保険料を債務者の信用力や自己資金に応じて変動させる可変保険料の導入、が決定された。しかし、新制度適用の要件として、a) 金利見直し（優遇金利適用期間終了）前の延滞歴がないこと、b) 05年6月から08年12月までの間に金利見直しを迎えること、c) 自己資金として3%の正味資産を保有していることなど、5つの条件をクリアする必要があるが、これに該当するサブプライム債務者は少なく大きな効果は期待できない。

住宅ローン証券化市場が正常な機能を回復するためには、借り換えられたローンが市場で売却される必要がある。しかし民間金融機関では流動性が低下したままであり、落ち着いた動きをしている政府支援機関（GSE）が保証・発行する住宅論ローン担保証券（MBS）は、先述のようにシェアが低下してきている。GSEのサブプライムローンへの関与は、一定の低所得者層向け融資目標達成のためのプログラムで限定的に対応する以外は、原則として買取対象外となっていた。これを緩和する動きが出ているが、大きな期待をかけることはできない（みずほ総合研究所



[2008] pp. 178-190).

### (3) 再発防止のための住宅ローン市場改革・金融体制改革

ここでは、3 つ目の住宅ローン市場改革・金融市場の規律回復による再発防止策について、検討する。あわせて米財務省の金融体制改革案も見よう。

#### サブプライムローンに関する連邦規制の枠組み

米国のサブプライムローンの急速な拡大は、返済能力より抵当物件の担保価値に依存した融資慣行の広がりによって後押しされていた。これまでのところ、住宅ローン市場の改革は、融資慣行の見直し、非預金金融機関（ノンバンク）のモーゲージ・カンパニーの監視強化のための連邦・州規制・監督体制の調和、証券化対象となるローン買収基準の見直し、消費者金融教育の強化、などの観点から進められている。これらの問題を、みずほ総合研究所 [2007] に依拠して整理すると、次のようである。

サブプライムローンは野放しであったわけではなく、連邦金融当局はこれまで 1999 年にはサブプライムローンに関する合同ガイダンスを公表し、消費者保護のために、返済能力より担保価値にもとづく融資、高額の手数料を課す頻繁な借換え要求、ローンの商品性を隠蔽するような詐欺的なマーケティング、といった行為を 1 つでも伴う融資行為を不正あるいは略奪的融資とする基準を設定し、特別の注意を喚起していた。2006 年 9 月には、商品設計が複雑な、既述の a) 当初の返済は金利のみ、b) 毎期の返済額は借り手の任意などを組み込んだ非伝統的融資に関する合同ガイダンスを発表していた。また 2007 年 6 月には、これらのガイダンスを補完・強化する声明を発表していた。それにもかかわらず略奪的融資は増大を続けたのである。

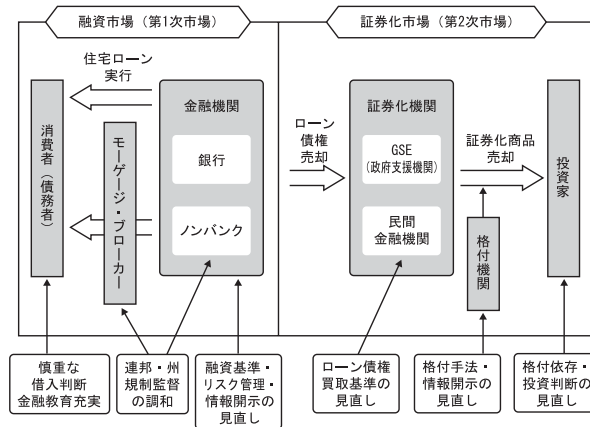
2005 年に実行されたサブプライムローンのうち、50% が連邦法の規制の及ばない州監督下にある非預金金融機関の独立系モーゲージ・カンパニーによるものだった。「監督上のセーフティネットに空いた巨大な穴」が問題であったとして、これを重視してポールソン財務長官も、すべてのモーゲージ・ブローカーを対象とした全米規模の免許、教育・監視制度の必要性を指摘している。

サブプライムローンの証券化には大手投資銀行など民間金融機関が参入し、モーゲージ・カンパニーの実行したローンの受け皿となり、また一部では前者が後者を垂直統合して証券化プロセスを内製化していったことから、証券化機関による融資基準に対する監視は弱まっていった。債務担保証券 (CDO) の場合、住宅ローン担保証券 (MBS) をさらに束ねて再証券化してリスクが重層化しており、最終投資家からは原債権の返済能力を把握することは不可能となっていたのである。[この問題は強調されなければならない——毛利]。

また借手である消費者も、ローンの内容を十分に理解した上で慎重に判断できる金融知識を獲得し、略奪的融資からの自衛を図る必要がある (みずほ [2008] pp. 196-208)。

以上、住宅ローン市場規律回復にむけた利害関係者の課題を整理したのが図表 6 である。連邦

図表 6 住宅ローン市場規律回復に向けた利害関係者の課題



（出所）みずほ総合研究所 [2008] p.207.

政府が略奪的融資のさまざまな基準を設定してもガイダンスにとどまり、証券化によって住宅ローン債権をバランスシートから切り離してよいと BIS 自己資本比率規制（バーゼル および ）が規定しているのであれば、利殖に飢えた狼は自らの行動様式で動くのは自然であろう。略奪的融資行為をとまなう住宅ローンの買取禁止に対する具体的政策対応が行われていないとされるが、プリンシプル・ベースの市場規律重視の世界では対応不可能と言わざるを得ない。

#### 米財務省の金融監督体制改革案

2008 年 3 月 31 日、ポールソン財務長官は 200 ページを超える財務省『金融監督体制の改革案』（*Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*）を発表した。これは住宅ローン市場にとどまらない大改革案であり、改革が必要とされた背景として、以下が指摘されている（奥愛 [2008]）。資本市場のグローバル化とともに、特定国の問題が他国に波及しやすくなった、金融商品や金融取引の発達とともに、リスクを的確に把握することが困難になった、金融市場の組織化が進み、金融機関が保有しているレバレッジ度合いが高まり市場に与える影響が拡大した、業態間や商品化の統合が進んでいるなか、現行の監督体制が適合しなくなっており、また監督当局間の役割に重複が生じている、など。

現在、連邦レベルでは、4 つの連邦機関（連邦準備制度理事会：FRB、通貨監督庁：OCC、連邦預金保険公社：FDIC、貯蓄機関監督庁：OTS）が国法銀行を監督し、州法銀行は州政府が監督権を持っているが、保険業の監督は州政府に一任している。各機関の監督範囲が重複し、監督を受けない金融取引があるなど、煩雑、非効率かつ時代遅れと批判されてきた。これまで業界縦割りであった監督機関を、市場の安定、健全性、業務活動規制（消費者保護など）の 3 分野の政策目的別組織に再編し、a) 連邦準備制度理事会の権限を強化し、b) 保険業界を連邦政府の監視下におく、というものである。

短期的な課題として、

金融市場だけでなく金融セクター全体を対象とする大統領作業グループ（PWG）の役割を拡充し、金融システムにおけるシステムック・リスクの軽減、金融市場の統合強化、消費者や投資家保護の促進、および資本市場の効率性や競争力の維持に注力する。

住宅ローンの組成者が連邦政府の規制を受けていなかったこと、連邦政府レベルで規制を受けていた預金取扱機関やその関連先が問題のあるサブプライム住宅ローンの組成、購入、販売に携わったことに鑑み、住宅ローンの組成を監視する連邦レベル委員会（Mortgage Origination Commission：MOC）を設立する。

市場を安定させるために非預金取扱金融機関へ流動性を供給する必要が高まったことを受け、FRBの権限拡大を拡大してノンバンクへの監視・規制の強化を検討する、の3つを掲げる。

中期的目標としては、貯蓄金融機関制度の廃止、州法銀行に対する連邦監督当局の一元化、資金決済システムに関する連邦レベルの制度の確立、保険会社の監督を州のまま維持するか連邦にするか、選択的連邦制度の採用など、監督機関の整理統合を掲げる。

長期的目標として、目的に沿った監督体制（オブジェクティブ・ベースの監督手法）を掲げ、金融機関を連邦預金保険金融機関、連邦保健機関、その他すべてを含む連邦金融サービス・プロバイダーの3種に分ける。そのうえで、

FRBに市場安定を目指した監督機関としての役割を追加する：住宅ローン貸付機関、銀行、保険会社、投資銀行、ヘッジファンドなどを含む金融システムの安定を監視する。連銀貸出を通じて最後の貸手機能を強化する。

4つの連邦機関を新設する：ブルーデンシャル金融監督庁 PFRA、業務活動規制機関 CBR A、連邦保健保証公社 FIGC、企業財務監督機関 CFR。（奥智之 [2008] をも参照）

この改革案に対して、賛否両論がある。まず改革案が州政府から連邦機関への権限の整理統合を志向していることから、廃止対象となる州の証券監督局や保険監督局は、投資家保護になるのか、改善になるのか、と抵抗を示す。貯蓄機関監督庁（OTS）は金融機関経営者が貯蓄金融制度を選択できる余地を残すべきだ、とする。また証券取引委員会（SEC）との統合が示唆されている全米商品先物委員会（CFTC）は先物業界の競争力を殺がないよう慎重な議論が必要だ、と言う。連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督庁（OCC）は前向きのようなのであるが、監督権限の縮小を迫られるまたは奪われる監督機関からの反発は必死であり、重複の多い金融監督体制に文句を言ってきた金融業界も、市場規律ベースの改革に賛成しても、監督官庁の強化そのものに抵抗を示す可能性がある。ルール・ベースではなくプリンシプル・ベースでの改革を、というのが金融業界主流の考えであるが、金融肥大化が進み業界内でも金融革新のスピードに着いていくのが至難の業となっているなか、規制の裏をかいた改革による「合成の誤謬」による暴走が生じ、いたちごっこが続くのではないか、という疑問をぬぐうことができない。

#### (4) 国際機関の診断と処方箋

米国発のサブプライムローン危機が、国際的に波及して多くの金融機関に巨額の損失を計上させ、国際金融システムを不安に陥れたことから、IMF（国際通貨基金）やバーゼルの金融安定化フォーラム（FSF）も対策に乗り出した。そのさわりを見ておく。

IMF『国際金融安定性報告書（GFSR）』

IMFは、2008年4月、『金融安定性報告書』（*GFSR: Global Financial Stability Report*）で、サブプライム危機にさいして現れた金融システムが抱える脆弱性を分析して、以下のような厳しい診断書を書いた。米国の連邦法・州法の相違など、地域的な問題には首を突っ込んでおらず、また住宅ローン改革に限定しない形の、きわめて広範な金融論的コメントとなっている。主要ポイントは以下のとおり。

さまざまな金融機関、すなわち銀行、モノライン保険、政府系金融、ヘッジファンドなどが積み上げたレバレッジの規模と、それが無秩序に解消されるリスクを関係者全体が見誤っていた。

民間部門のリスク管理や開示、金融部門の監督規制もすべて、急速な金融革新とビジネスモデルの変化に追いつけず、その結果、過度にリスクをとる姿勢や脆弱な引受態勢、満期ミスマッチ、資産価格インフレの余地が生まれた。

銀行のバランスシートからのリスク移転が過大評価されていた。リスクが現実化するにつれ、それが巨大な圧力となって銀行のバランスシートに跳ね返っている。

主要中央銀行が空前の介入を実施したにもかかわらず、金融市場は現在、マクロ経済環境への懸念の高まりや金融機関の資本基盤の弱体化、広範なレバレッジ解消などが重なり、なおも厳しい緊張状態にある。

ここで注目しておきたいのは、金融革新ビジネスモデル変化のスピードが、それを作り出した金融機関のリスク管理部門にも掌握しかねる（ ）と告白し、簿外にオフバランス化したはずのリスクが巨大なブーメランとなって銀行のバランスシートに戻ってくる（ ）、と述べている点である。これは金融肥大化と金融革新がその運動の中に孕む臨界点に達着したことを、推進者であるIMFも認めざるを得なくなっていることを教えているのではないだろうか。

#### 金融安定化フォーラム「銀行システムの強靱性強化のための対策」

同じく2008年4月にバーゼルにおかれている金融安定化フォーラムが公表した「銀行システムの強靱性強化のための対策」（*Actions to Enhance Market and Institutional Resilience*）は、処方箋にあたる。米国が2009年に導入を予定しているBIS自己資本比率規制のバーゼル（日本は2007年3月に導入済み）は、今回の金融市場における危機によって明らかになった幾つもの問題点に対処する上での助けとなるとしつつも、事態をより厳しく見つめ直している。そのうえで、複雑な仕組み債（structured credit products）、資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）、導管体（conduit）に対する流動性補完、およびトレーディング勘定におけるエクス

ポージャについての自己資本比率規制上の取扱いなど、強靱性強化のための対策を積み上げること提言している。また、流動性リスクの管理および監督のための健全な実務（サウンド・プラクティス）に関するグローバル標準（健全性基準）を強化すること、銀行のリスク管理実務および当局による監督を強化するための取り組みを開始すること、情報開示や価格評価実務の向上を通じて市場規律を高めることをうたっている。

その上で、今回の市場の混乱の原因と対策を打ち出している。

- ・簿外（オフバランスシート）のエクスポージャをより効果的に捕捉し、また規制資本に対するインセンティブを改善するために、幾つもの措置を導入する

- ・「再証券化商品」（ABS を原資産とする CDO）など、ストラクチャード・クレジット商品にたいする所要自己資本を引きあげる。

- ・トレーディング勘定でのリスクに対する所要自己資本をバリュー・アット・リスク（VaR）にもとづいて算定する現行の取扱では、そのようなエクスポージャの多くに影響を与える異例のイベントを把握できない [なお、トレーディング勘定での取引は、短期の価格変動や市場間の格差などを利用して利益を得る、または損失を減少させる目的でおこなわれ、また VaR とは、時価会計への移行に伴い、企業、特に金融機関の保有資産リスクを評価するために考案された手法である]。

- ・銀行のリスク管理に重大な弱点があった。第 2 の柱（監督上の検証プロセス）では、グループ全体のリスク管理、銀行のストレス・テストの実務と資本計画プロセス、簿外エクスポージャとそれに関連した評判リスク（reputational risk）の管理、証券化業務に関するリスク管理実務、および銀行の価格評価実務に対する監督上の検証など、が取り上げられる。

- ・銀行の流動性管理に弱点があった。ストレス・テストの実務、資金繰りに係るコンティンジェンシー・プラン、オンバランスおよびオフバランス業務の管理、ならびに偶発コミットメントの管理が対象となる。

- ・情報開示と価格評価実務に弱点があった。第 3 の柱（市場規律）に沿って、複雑な証券化エクスポージャ、ABCP 導管体およびバランスシートに計上されない主体への支援に関する情報開示の向上を促進する。銀行の価格評価の実務およびそれに関する情報開示を向上させる。

以上がバーゼル金融安定化フォーラム文書の要点である。市場の混乱の原因の掌握については、率直であると評価できるが、危機の進行があまりにも赤裸々かつ深刻であったため、下手な弁明は自らの墓穴を掘ることになることを知っているのであろう。ここで提示されている強靱性強化の対策は、情報の対称性を前提し、金融機関が市場規律にのっとって健全に行動する、との性善説に立つ。しかし市場の暴走と規制の関係はいたちごっこであり、抜け穴を探して突っ走る者の足が速く、規制は後手に回るのが通例である。バーゼルでも制御することのできない事態が発生して、バーゼルが必要とされることになるのであろうか。

## 基軸通貨ドル体制の将来展望

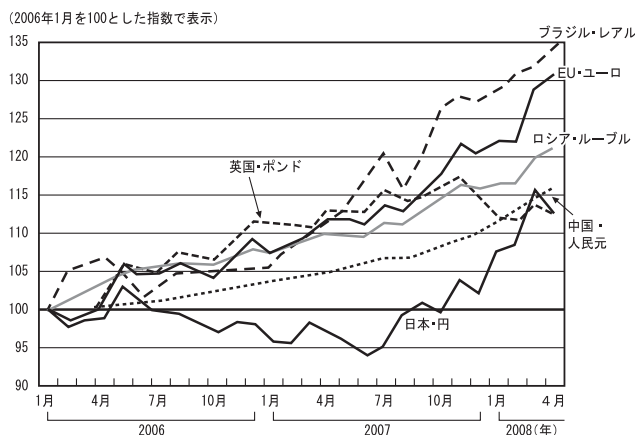
### (1) ドルの下落とドル離れ

米国の経常収支赤字の継続を背景として穏やかに進んできたドル安の流れが、2007年夏にサブプライムローン問題が一般社会においても顕在化することによって、一気に加速した。図表7に見るように、主要通貨に対してドルが下落する中で、ドルに対してさえ下落していた円も、(低金利通貨を借りて高金利通貨建て金融資産で運用する)円キャリー取引の停止ないし反転によって上昇に転じ、ドルの全面安の展開となった。

外国為替市場における価格形成は、財・サービスの貿易や直接投資などによる実需を数十倍も上回る取引が成立しているため、市場参加者の相場観を集約する形で行われている。相場観を形成する要因は、各国の景気や金利、物価、経常収支、失業率などの経済指標や、政治や社会の安定性などきわめて多岐におよび、何が重視されるかは状況によって変化する。金利差はこれまで為替相場変動の主要な要因であったが、最近はその通貨が流通している経済の活力と健全性を示す指標が重視されているといわれる。資源ブームに沸く諸国、経済成長率が高く外国投資を吸引している諸国の通貨は上昇し、少子高齢化や財政逼迫で活力が衰えたり、サブプライムローン問題の崖っぷちに立たされている諸国通貨の低迷が理解できる。

ただサブプライムローン問題が為替相場に今後どのような影響を与えるかについては、予測は難しい。米国の実体経済がさらに悪化する展開になると、対米輸出依存度の大きさによって中国、日本、アジア諸国、新興経済諸国への影響は違ったものになってくる。ドル安が米国の輸出競争力を高めるのか、各国との輸出入にどのような変化をもたらすかも、相手国によって異なる。また肥大化した金融は実体経済とは独立した動きを強めており、為替市場の展開は複雑さを増して

図表7 対米ドルで見た主要通貨の動向



(出所) 小村智広 [2008].



図表 8 外貨準備高の通貨別の内訳

(10 億ドル, %)

	1999 年	2007 年
総合計	1,781	6,037
公表国の総合計	1,379	3,835
米ドル	979 (71.0)	2,445 (63.8)
英ポンド	40 (2.9)	182 (4.7)
日本円	88 (6.4)	105 (2.7)
スイスフラン	3 (0.2)	6 (0.2)
ユーロ	247 (17.9)	1,014 (26.4)
その他	22 (1.6)	83 (2.2)

(注)

1. 「公表国の総合計」は、中国など通貨の内訳を公表していない国を除いた数字

2. カッコ内の数字は、「公表国の総合計」に占める割合

3. 1999 年は 12 月末、2007 年は 9 月末

(資料) 国際通貨基金 (IMF)

(出所) 『エコノミスト』2008.4.14.

いるので、それぞれの通貨がドルに対して急騰・急落を繰り返す展開も否定できないだろう。

最近のドル相場の下落基調はドル離れとどうかかわっているのか。為替相場の動向を考える上では、市場参加者が短期・中期・長期のいずれの相場観でドル売りやドル買いのポジションを形成しているか、を見定めることも重要である。米商品先物取引委員会 (CFTC) が発表している、シカゴ国際通貨市場 (IMM) における商業取引と非商業 (投機的) 取引の週別報告は、一時期世界の為替動向を先導していた。しかし有力な市場参加者が参加せず、取引量の割合が少なくなってきたため、判断材料として価値が低下した。長期ポジションでは、IMF が発表する世界の外貨準備高の通貨別内訳の推移が参考になる (ただし中国な

ど通貨の内訳を公表していない国があるという制約がある)。

図表 8 外貨準備高の通貨別内訳 から読み取れるのは、1999 年から 2007 年にかけてドルの比率が低下する一方、ユーロの比率が高まっていること、しかしそれにもかかわらず絶対額の増加ではドルがユーロを上回っていることである。すなわち、ドルが短期的に売られることはあっても、ドルの需要はコンスタントに存在することである。ちなみに英ポンドは比率で 2.9% から 4.7% へ、絶対額でも 400 億ドルから 1820 億ドルに増大しているが、日本円は 880 億ドルから 1050 億ドルに増加したものの、比率では 6.4% から 2.7% へと低下している (小口幸伸 [2008])。

## (2) 政府系ファンド・産油国マネーの動き

米国サブプライムローン危機で巨額損失を出した金融機関は増資を余儀なくされたが、これに一役買って出たのが政府系ファンド (SWF: Sovereign Wealth Fund) である。図表 5 に戻ると、損失額最大のシティグループは、資産額最大のアブダビ投資庁から 75 億ドルの増資を仰いだ。経営に影響力を持たない代わりに年 11% の高配当を約束させられたほか、シンガポールの GIC やクウェート投資庁からの増資を受け入れた。シティは中国の国家開発銀行との間で 20 億ドル追加増資の交渉を進めたが、提示した利回りは年 7% 程度だったため、土壇場で拒否されたという (田村秀男 [2008])。スイスの金融大手の USB は、GIC のほか中東の匿名投資家たち、米投資銀行のメリルリンチはテマセク HD や韓国投資公社、クウェート投資庁、みずほ CB などの資本に依存した。また米投資銀行モルガン・スタンレーは中国投資公司から高利回り条件付きで 50 億ドルの増資を受け入れた。これら米欧の大手金融機関の増資に応じた SWF は、もの言わぬ投資家として登場しても、その利回りの高さから人員削減など大胆な合理化策を迫るものと

図表 9 世界主要 SWF 概要一覧

	ファンド	国・地域	資産 (億ドル)	設立年
1	アブダビ投資庁	UAE	8,750	1976
2	政府年金ファンドーグローバル	ノルウェー	3,800	1996
3	政府投資公社 (GIC)	シンガポール	3,330	1981
4	バリアス (Various)	サウジ	3,000	n.a
5	次世代準備ファンド	クウェート	2,500	1953
6	中国投資公司 (CIC)	中国	2,000	2007
7	テマセクホールディング	シンガポール	1,592	1974
8	オイル準備ファンド	リビア	500	2005
9	カタール投資庁	カタール	500	2005
10	Fund de Regulation des Recettes	アルジェリア	426	2000
11	アラスカ永久ファンド公社	米国	380	1976
12	ブルネー投資庁	ブルネー	300	1983
13	その他		1,714	
総 額			28,763	

(出所) *The Economist*, Jan 19, 2008.

なっている。図表 9 は世界の主要政府系ファンド (SWF) の概要を示している。

SWF とは政府が国外資産を長期的に保有する目的で行われる投資であり、以前は過剰外貨準備で米国債を購入するのが主流だったが、近年は高い収益率を求め、民間企業への投資も拡大していると言われる。古くはクウェートの次世代準備ファンドのように半世紀を超える歴史を持つものもあるが、近年の原油など資源価格の高騰を背景に急速に成長して注目を浴びようになった。IMF によれば現在すでにヘッジファンドを上回る規模の 1.9~2.9 兆ドルの資産を持ち、5 年以内に 6~10 兆ドルになると予測されている。

SWF からの投資は、サブプライムローン危機下の欧米にとって不可欠な支援であったが、今後 SWF が資産量とその力量を高めて行くと、世界経済にとってどのような影響をもたらすことになるのか。米国では公式的には SWF の投資を歓迎しながらも、連邦議会などでは民間投資とは異なる投資が持つ問題点として次のような懸念の声もある (奥智之 [2008] 0311)。

SWF は、投資基準や投資状況に関する情報開示が乏しい、投資に政治的な要素が含まれるのではないが、マクロ経済または金融政策の一環として利用される可能性がある、外貨準備増大のみを目的としていない (他の経済的関心がある)、資産規模が累積、急増するケースが多い (減ることがない)、政治的な意図が含まれ、それに対抗する保護主義が台頭したとき、米国企業のその国への投資が報復を受けるのではないが、インサイダー取引疑惑が発生した場合、その国の政府が最善の協力をするかどうか。

こうした懸念があるために、外国政府ファンドが高い透明性、予測可能性およびガバナンスを持ち、経済的な目的のみで投資を行っていることを米政府が確認する必要があるとのコンセンサスが固まってきた。キミット (Robert Kimmitt) 財務副長官は *Foreign Affairs* 誌 2008 年 1/2 月号へ寄稿して、対内・対外直接投資がもたらす米国への利益を強調し、保護主義に警鐘を鳴ら

すとともに、SWF 受入国と SWF 側へのベストプラクティスの提案を行った。

SWF 受入国への提案には、次の内容が含まれる。保護主義を防止する、投資の公平性、透明性を高める（投資政策およびプロセスを公開し、明確かつ予測可能または公平なものとする）、投資者の意思を尊重する（投資受入国が投資先・投資方法について口出しをしない）、投資者を平等に扱う（税務政策や規制政策において国内・海外の投資者を差別すべきでない）。

SWF 側への提案では、商業的関心のみによる投資（政治的関心を含まない）、投資政策に関する透明性、健全な危機管理システム、ガバナンス構造、内部統制の完備、民間部門との公平な競争、国際的な金融安定化の促進、投資受入国の規制への遵守、がうたわれた。

こうした中で国際的な規範が必要との意見が高まり、IMF が SWF 管理のベストプラクティス策定を目指し、また先進 30 カ国で構成される OECD も投資受入国のベストプラクティス策定の作業を開始した。米国は、必要な資金をしっかりと取り込んだ上で、IMF に音頭をとらせて SWF の模範的行動増を固めさせ、透明性などをできる限り確保しようとするしたたかさを見せている。

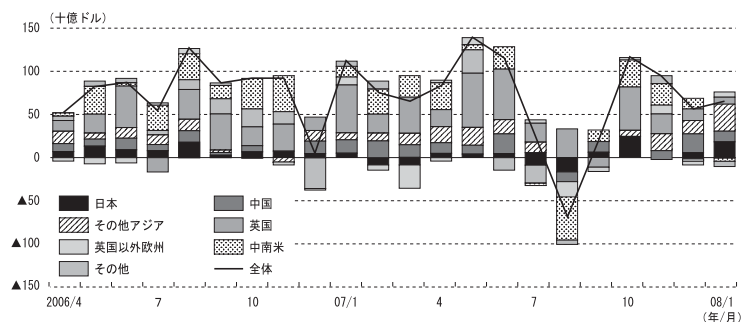
ところでヘッジファンドは、政治的な意図は含まず、短期の売買で巨額の利益を狙う富裕層の私的な投資クラブとされている。情報開示や透明性の欠如、国際的な規制対象外となっている点で、さらには投機の規模の大きさが SWF に負けないが、金融肥大化と技術革新の主流に位置するため、批判の対象にならないのはいかにもダブルスタンダードである。

### （３）アメリカ長期資本収支の動向

#### 米国への長期資本流入

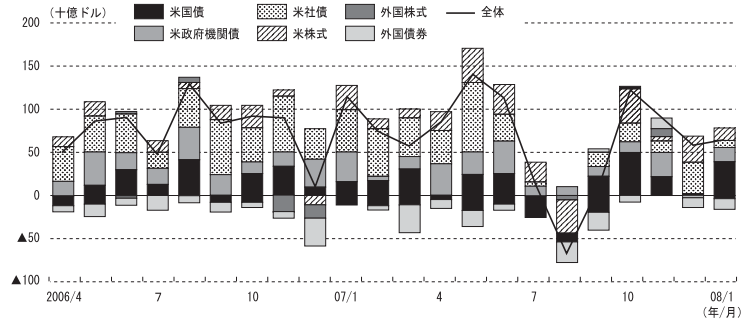
米国の経常赤字が外国からの資金流入によりファイナンスされるという基調に変化が生じているかどうかは、基軸通貨ドルの将来を占ううえでの重要問題である。マーケットの動向により大きく振れる短期投資をのぞいて長期投資の動向を見るほうがよい。図表 10・11 によれば、サブプライムローン問題の深刻度が増した 07 年 7 月以降では、8 月にはネットでマイナス 705 億ドルと資金の流れが 9 年ぶりの流出超を記録した。しかしそれ以降は直近の 08 年 2 月まで流入超

図表 10 証券投資（長期）を通じた米国へのネット資金流入額（地域別）



（出所）米財務省。

図表 11 証券投資（長期）を通じた米国へのネット資金流入額（証券種類別）



（出所）米財務省。

の状態が続いており、07 年 10 月には、ネットでプラス 1140 億ドルと比較的高水準の流入超となっている。また地域別では、近年では英国による買い越しが増加している。オイルマネーの一部は英国経由で世界のマネー市場に出て行くと言われるが、これを反映したものであろう。直近の英国による買い越し額は減少してきているが、産油国の SWF（政府系ファンド）の米国大手金融機関への出資が英国を経由せずに行われたものかどうか、現時点では実態がつかめていない。「質への逃避」から米国政府機関債が選好されているが、米株式や米社債なども相応に買い越されており、海外の公的セクターが株式市場の低迷を利用して、うまく安値を拾っているとの評価もある（塚田裕昭 [2008]）。

#### 米国債主要保有国の動向

図表 12 をご覧いただきたい。米国債の主要保有国の順位は 21 世紀になって大きく変動している。2000 年末と 2007 年末の数字を比較すると、日本は保有高首位にとどまっているが、構成比ではドイツとともに大きく下落し、また韓国、台湾、香港、シンガポールというアジア NIEs の存在感も低下している。構成比を増大させているのが BRICs 諸国、とりわけ中国と、石油輸出国グループ、それに英国、カリブのオフショア金融センター地域である。ここで英国とカリブは、世界的過剰マネーの回転台とみなせるので、構造的なドル売りを中和する米国への資金流入の主体は、中国人民銀行に代表される経常黒字国で積みあがる外貨準備と、中東をはじめとした原油収入が占める割合が高い、ということになる。中国は 2005 年 7 月以降、人民元を小刻みにドルに対して切り上げる管理変動型ドル・ペッグ制に移行し、中東産油国はドルペッグ制をとっているが、これら諸国が今後どのような為替政策と資産運用政策を取るかが問題となる。

中国は、変動相場制に移行して市場に人民元の上昇を委ねてしまえば、輸出志向経済成長路線の根幹を揺るがすことになるので、ドル買い支え介入による過剰流動性が景気過熱や株価・不動産バブルを引き起こす弊害に対して金融引き締め以外の手を打つことができなかった。外貨準備が 1 兆 4000 億ドル以上に膨らみ日本を抜いてトップに躍り出た中国は、資産多様化を主張するグループの意見を取り入れてユーロ資産の保有を 2 割程度に増やしつつも、なおドル資産が 65

図表 12 主要国の米国債保有高

(単位：10 億ドル，年末)

	2000	(%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	(%)
日 本	317.7	31.3	317.9	378.1	550.8	689.9	670.0	622.9	581.2	24.7
中 国	60.3	5.9	78.6	118.4	159.0	222.9	310.0	396.9	477.6	20.3
英 国	50.2	4.9	45.0	80.8	82.2	95.8	146.0	92.6	156.7	6.7
石油輸出国	47.7	4.7		49.6	42.6	62.1	78.2	110.2	137.9	5.9
ブラジル				12.7	11.8	15.2	28.7	52.1	129.9	5.5
カリブセンター	37.4	3.7	27.6	50.3	47.3	51.1	77.2	72.3	116.4	4.9
ルクセンブルク				23.9	25.4	41.4	35.6	60.0	69.7	3.0
香 港	38.6	3.8	47.7	47.5	50.0	45.1	40.3	54.0	51.0	2.2
ノルウェー					5.2	22.6		31.6	26.2	1.1
ロシア									32.7	1.4
ドイツ	49.0	4.8	47.8	37.3	47.8	50.3	49.9	46.0	41.7	1.8
スイス	16.4	1.6	18.7	34.0	46.1	41.7	30.8	34.3	38.9	1.7
台 湾	33.4	3.3	35.3	37.4	50.9	67.9	68.1	59.4	38.2	1.6
韓 国	29.6	2.9	32.8	38.0	63.1	55.0	69.0	66.7	39.2	1.7
メキシコ	15.3	1.5	19.3	24.9	27.4	32.8	35.0	34.9	34.4	1.5
シンガポール	27.9	2.7	20.0	17.8	21.2	30.4	33.0	31.3	39.7	1.7
全 体	1015.2	100	1040.0	1235.6	1523.0	1849.3	2033.9	2103.1	2353.5	100

(注 1) 順位は 2008 年 3 月の保有高にもとづく。

(注 2) 石油輸出国には、エクアドル、ベネズエラ、インドネシア、バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ガボン、リビア、ナイジェリアを含む。

(注 3) カリブセンターには、パハマ、パミュダ、ケイマン諸島、蘭領アンティル、パナマ、2006 年以降は英領バージン諸島、を含む。

(注 4) 空欄は原資料に記載なし、その他諸国の小計値は記載していない。

(出所) 米国財務省資料にもとづき、筆者作成。http://www.treas.gov/tic/mfhhis01.txt, http://www.treas.gov/tic/mfh.txt.

%を占めている。周小川中国人民銀行総裁は、しばしば「中国は強いドルを望む」とドル高支持を発言している。政権中枢は、大量のドル売り ドルの崩落は国富の喪失に導き中国の成長基盤を崩壊させる、と考えているようである。

#### 日本のドル離れ？

日本は戦後、金選好には走らず外貨準備の大半をドル資産で運用してきたが、日銀が外貨政策のドル偏重を改め始め、保有外貨に占めるユーロの比率が国際平均を上回っていることが明らかになった、と指摘しているのは太田康夫 [2006] である。2006 年 11 月の終わり、日銀は 2006 年度上半期財務諸表等とともに、保有している外貨（預け金、債券、投資信託、金銭信託）の通貨別割合を明らかにした。9 月末時点の保有外貨はおよそ 5 兆 2000 億円。その 65%をドルに、30%をユーロに、5%をポンドに振り分けていた、と書いている。だが外貨準備の通貨建て内訳について確認できる資料は見当たらなかった。

日本銀行 [2007] 「2006 年末の本邦対外資産負債残高」によれば、地域別対外中長期債投資残高は、総額 215 兆 5360 億円で前年比 2623 億円の増。米国 67 兆 170 億円、EU 83 兆 6380 億円



(うちドイツ 18 兆 7060 億円, フランス 13 兆 9440 億円, イギリス 10 兆 7840 億円の順, これに投資信託の設定や資産担保証券等の発行体が所在することの多いルクセンブルクが続く), アジア 1 兆 6030 億円, 中南米 37 兆 4800 億円 (うちタックスヘイブンのあるケイマン諸島が 34 兆 3200 億円をほぼ独占) と分布する. 建値通貨別では, 米ドル 90.8 兆円, 円 56.0 兆円, ユーロ 45.1 兆円の 3 通貨で全体の 9 割を占め, その他ではオーストラリア・ドルやニュージーランド・ドルといった高金利通貨建て債券が続く (日本銀行 [2007] pp. 20 - 21). この数値は, いずれも公的・民間資産保有を総合したものであって, 公的外貨準備ではない.

#### 中東産油国のドルペッグと分散投資

中東産油国はどうか. ペルシャ湾岸の湾岸協力会議 GCC 加盟 6 カ国のなかで, 07 年 5 月にクウェートが国内インフレを理由に米ドルペッグ制を放棄した. またカタールの SWF は 500 ~ 700 億ドルの運用資産を持つと言われるが, ここ 2 ~ 3 年でドルの比率を 99% から 40% へ減少させたことを公表している (川崎龍一 [2008]). さらに同年 12 月には, 財務相の発言によればバーレーンがドルペッグから通貨バスケットに移行することを決めた. 08 年 3 月には, サウジアラビア通貨庁のハマド・アルサヤーリ総裁が, 日本経済新聞記者との会見で, 通貨リヤルを米ドルと連動させること (ドルペッグ制) を続け, リヤル相場の切り上げを控えると言明した. 域内で最大の影響力をもつサウジアラビアは, 中東産油国の多くが安全保障を米国に頼らざるを得ないという政治的事情があると判断している.

1971 年に米国が金ドル交換を停止してドル安が進行した時, 産油国が選択した対策は原油価格の大幅引き上げであった (第 1 次石油ショック). いま過剰マネーが原油先物市場に流入して原油価格が高騰し続けているが, ドル離れをしない代償であると産油国は言うであろう. また原油や穀物など商品先物市場に流入する過剰マネーのなかに, 産油国 SWF が含まれていることも予想される.

国際分散投資を行う機関投資家が株式や債券の運用における国際分散の目安とするベンチマークにおいても, ドル資産は引き続き圧倒的なシェアを誇っている. ユーロ圏における国債発行では, ユーロ国債なるものはなく, ほとんどがドイツ, イタリア, フランスの 3 国による. イタリア国債の格付はシングル A+ (S&P) であり, このような資産に米国ドルから資金を逃避させてまで投資することは, 本末転倒である. また世界最大級の国債発行高を誇る日本の国債は, 世界的に見て極端に金利が低く, 収益面での劣後感は否めない. 近年, 原油市場をはじめとするコモディティ (商品市場) の急激な上昇や途上国株式市場の急騰は, 年金基金・SWF など大規模な機関投資家によるポートフォリオ上の振り分けが, 1 つの大きな要因とされている. 国債以外の金融市場を選択肢とした場合にも, 市場規模が小さいので, マーケットへの影響は小さくない. 分散投資の流れが起こっていることは事実だが, 責任を持った主要な投資家にとって, 現実的な投資先を選択する上で, ドル資産を外すことは不可能であり, 米国とドル資産の地位は今後も世界最大規模を維持する可能性が高い, ということになる (川崎龍一 [2008]).



### 米国の対外純債務の持続可能性

米国の経常収支赤字が、ドル相場の全般的な下落により対 GDP 比率で約 6% の水準から穏やかに縮小し、米国の対外債権と債務の間にある現状の有利な利回り格差が維持されるならば、対外純債務残高の増加は管理可能な範囲にとどまり、米ドルが基軸通貨としての地位にとどまり得る、との主張がある。国際通貨研究所経済調査部長・チーフエコノミストの竹中正治 [2007] は、次のように言う。

米国の経常収支赤字の累積により対外純債務が膨張しているが、後者の伸びは前者より低い。米国は 2006 年末に対外資産 13.8 兆ドル、負債 16.3 兆ドルを持ち、対外純債務残高は 2.5 兆ドル (GDP 比約 20%) である。米国の対外債務の 90% 以上はドル建てだが、債権の約半分は外貨建てである。ドル相場が下落しても、米国の債務者にとってドルベースの対外債務負担はほとんど増加せず、為替差損を被るのは米国に投資している海外投資家である。米国は 2 つの優位性を持つ。国内の流動性が逼迫するようなクレジット・クランチの兆候が出た場合に、FRB はドル相場下落を懸念することなく、金融を緩和して流動性の供給を増やす対応ができる。対外債権・債務の間にインカム・リターン、価格変動を含めた総合リターンの双方で趨勢的な利回り格差がある。1989 年から 2006 年では、投資収益の利回りで受取りと支払いの間に 1.5%、価格変動を含めた総合利回りでは 4.3% の格差がある。2002 年から 06 年の期間では、ドル相場下落分 1.8% も加わり、総合利回り格差は 8.5% に及ぶ。

後者の利回り格差は、次のように説明される。米国の対外直接投資は、欧日などの対米直接投資に比べ、履歴が長く投資成熟度が進んでいるため、投資収益率が高い。対外債権では株式投資の比重が 31% と高く債券比重は 9% にとどまるが、米国の対外債務に占める株式は 16%、債券は国債・社債を含め 30% となる。長期では株式投資のリターンが債券投資を上回る。ドル相場の趨勢的な下落は、海外投資家の為替差損を見合いに対外債権の約 50% を占める非ドル外貨建て分の増価を生み出す。

かくて米国は米ドルの基軸通貨としての地位を維持する可能性が強いと主張する。卓見であろう (竹中正治 [2008] もあわせて参照)。

## 投機資本をどう規制するか——むすびに代えて

アメリカの経常収支赤字や黒字国からの資金還流、先進国での低金利の持続、原油や穀物、資源などの高騰によって膨張を続けてきた過剰マネーは、サブプライムローン危機の発生後、株式市場からシフトして商品先物市場にも流入し、原油、穀物価格のさらなる高騰をもたらし、食料自給率の低い諸国では暴動をとまなう食料危機を引き起こすに至っている。これは最初に書いた。

巨額マネーを操る経済主体のなかで、年金基金や保険会社、銀行など機関投資家は資金の運用面で規制を受けているのに対し、中米カリブ海のオフショアセンターなどに登記拠点を持つヘッジファンドや PE (Private Equity) ファンドは、1997～98 年のアジア危機で批判を浴びたもの

の、米英が擁護をつづけているためほぼ野放しの状態である。2007 年のハイリゲン・サミットで主催国のドイツは、ヘッジファンドの規制措置を要求し、EU 諸国政府や欧州労連の強力な支持を受けたが、米英の強力な反対と日本の同調により合意できなかった。

原油や穀物の先物取引を監督する米国の組織は、全米商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission: CFTC）であるが、幹部たちは、これまで原油、穀物、綿花など農産物などの価格高騰と投機マネー流入との関係に因果関係はないと主張してきた。しかし識者の指摘や世論の批判を受けて、CFTC や SEC（証券取引委員会）も重い腰をようやくあげ始めたと報道されている。

規制が効果をあげるためには、まず市場の透明性を高め、情報を収集する必要がある。投機マネーが大量に流入しているのは、インデックス（指数）ファンドである。米国市場における取引参加者のインデックス・トレード（指数取引）の報告を義務付ける。原油先物市場では、原油の輸送、買付け、在庫や、エネルギーに関連したデリバティブ（金融派生商品）の取引状況を調査する。原油では、ニューヨーク市場が WTI 原油の取引の中心であるが、ロンドンの先物取引所 ICE フューチャーズ・ヨーロッパなど米国外の店頭市場でもおこなわれており、協力して監督を強化する必要がある、など。

海外の市場参加者は、取引を複数の子会社に分散したり、電子取引プラットフォームやコモディティ・スワップ取引を利用して、取引制限上限枠を回避するといった対策を講じるであろうから、取引高の制限というような直接的規制だけでは効果が小さいだろう。また外国為替交換取引のさいに課税するトービン税の提案は、国際通貨投機対策や国際公共税としての役割ははたせても、米ドルのまま行われる商品先物投機にたいする対策としては、工夫を加えないと使えない。

さしあたり実効性が高いのは、証拠金比率の引上げである。商品先物取引では、おおそ現物価格の 5～10% の証拠金を預託すれば取引が可能である。10 倍から 20 倍のレバレッジが効いており、高リターンをねらった投機が可能となっている。まずここから着手する。他の方策を含め、商品先物市場への投機資金流入による実際の需給を超えた価格騰貴を防ぐために、世論を喚起しつつ、実効のある対策を練り上げていく必要がある。

#### 参考文献

- Financial Stability Forum [2008] *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 金融庁仮訳
- IMF [2008], *Global Financial Stability Report*, (参考仮訳) 『国際金融安定性報告書』
- US Treasury [2008], *Blueprint of a Modernized Financial Regulatory Structure*, March
- 春山昇華 [2008] 『サブプライム後に何が起きているのか』宝島社新書
- 氷見野良三 [2003] 『検証 BIS 規制と日本』金融財政事情研究会
- [2008] 『サブプライム問題とバーゼル』日本金融学会報告資料
- 五十嵐敬喜 [2008] 『米国の住宅バブルとサブプライム問題』日本金融学会報告資料
- 飯島寛之 [2008] 『証券化商品の膨張と現実資本』信用理論研究会春季全国大会報告資料
- 今宮謙二 [2007] 『8 月世界同時株安の本質をさぐる——『ファンド資本主義』の限界』『経済』11 月号

- 井村喜代子 [2008] 「サブプライム問題が示すもの」『経済』6月号
- 井村進哉 [2007a] 「アメリカにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状（上：歴史編）」*Housing Finance*, Spring
- [2007b] 「同（下：現状編）」*ditto*, Autumn
- 金子隆昭 [2007] 「アメリカのサブプライムローン問題——アメリカの住宅ローン事情と証券化による金融市場の動揺」『立法と調査』別冊, 9月
- 川崎龍一 [2008] 「基軸通貨——ドル離れは加速しても投資先からドル資産ははずせない」『エコノミスト』臨時増刊 4月14日号（国際金融情報センター）
- 金堅敏 [2008] 「中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド」富士通総研 [研究レポート] No.315, 4月
- 金融市場戦略チーム [2007] 「第1次報告書」（金融庁）  
<http://www.fsa.go.jp/news/19/20071130-3.html>
- 小村智宏 [2008] 「激動期を迎える為替市場」『投資経済』5月号
- 紺井博則 [2008] 「転換点に立つ金融の国際化・証券化と基軸通貨ドル体制」信用理論研究会春季全国大会報告資料
- 小西龍治 [2008] 「サブプライム問題の実務視点」日本金融学会報告資料
- みずほ総合研究所編 [2007] 『サブプライム金融危機——21世紀型経済ショックの深層』日本経済新聞出版社
- 毛利良一 [2001] 『グローバリゼーションとIMF・世界銀行』大月書店
- [2003] 「金融グローバリゼーション——アメリカ型「鍊金術」が地球を駆けめぐる」松村文武ほか編『現代世界経済をとらえる Ver. 4』東洋経済新報社
- [2004] 「金融のグローバル化と国際金融システム」（川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣）
- [2006a] 「発展途上国の為替相場制度」信用理論研究会編『金融グローバリゼーションの理論』大月書店
- [2006b] 「アメリカ主導の金融グローバル化とアーキテクチャ改革」同上
- [2006c] 「WTO農業交渉と東アジアにおける農産物・食料貿易——「東アジア共通農業政策」に向けての論点整理」『日本福祉大学経済論集』第33号, 8月
- [2007] 「中南米左派政権の群生と経済政策の持続可能性——ボリビア先住民左派政権を中心に」『日本福祉大学経済論集』第35号, 8月
- [2008a] 「食のグローバリゼーションと日本の中国からの開発輸入——中国・山東省における聞き取り調査を踏まえて——」『日本福祉大学経済論集』第36号, 3月
- [2008b] 「中南米の変化と地域経済統合——左派政権の群生と域内エネルギー・金融協力」『経済』5月号
- 本山美彦 [2008a] 『格付洗脳とアメリカ支配の終わり』ビジネス社
- [2008b] 『金融権力』岩波新書
- 二上季代司 [2007] 「サブプライムローン問題と市場型金融システム」『証研レポート』10月号
- 日本銀行 [2007] 「2006年末の本邦対外資産負債残高」5月
- [2008] 『金融システムレポート』3月
- 『日本経済新聞』各号
- 野村亜紀子 [2005] 「米国の格付機関の規制をめぐる最近の論議」『資本市場クオ タリー』Summer
- 太田康夫 [2006] 「日銀、ドル基軸に“反旗”」12月18日,  
<http://www.nikkei.co.jp/neteye5/ota/index.html>
- 奥愛 [2008a] 0306 「Fed や政府が米国経済の金融リスクを防ぐことが出来ない8つの理由——ルビニ NYU 教授の意見」国際金融情報センターワシントン事務所
- [2008b] 「金融監督体制改革案の公表——財務省の提案と関係者の反応」4月11日, 同上
- 奥智之 [2008a] 「Sovereign Wealth Fund に対する安全保障懸念と米国議会・金融当局の姿勢」三菱東京UFJ銀行ワシントン駐在員事務所「ワシントン情報」3月11日
- [2008b] 0411 「米財務省が金融監督体制の抜本改革案を発表」4月11日, 三菱東京UFJ銀行ワシントン駐在員事務所

- 佐藤隆文編 [2007] 『バーゼル と銀行監督』 東洋経済新報社  
—— [2008] 「金融規制の質的向上—— ベターレギュレーションへの取り組み」 金融庁, 日本金融学会報告資料  
清水啓典 [2008] 「グローバル化と金融規制: BIS 規制・サブプライム・投資ファンド」 日本金融学会報告資料  
朱炎 [2008] 「外貨準備の本格的運用を始めた中国—— 中国投資設立の影響とビジネスチャンス」 富士通総研 [研究レポート] No.307, 1月  
高田太久吉 [2008] 「資産証券化の膨張と金融市場—— サブプライム問題の本質」 『経済』 4月号  
竹中正治 [2007] 「米国の対外純債務の持続可能性とドル相場」 国際通貨研究所 Newsletter, No.11  
—— [2008] 「危機こそチャンス—— 「アメリカを買う」 が意味すること」 『エコノミスト』 臨時増刊 4月 14 日号  
田村秀男 [2007] 『円の未来—— 欲望と欺瞞のマーケット』 光文社  
—— [2008] 「ドルを支えるアラブ・チャイナ・コネクション」 1月 27 日,  
<http://tamurah.iza.ne.jp/blog/>  
塚田裕昭 [2008] 「マネーフロー—— サブプライム危機発生後も米国への資本流入は続いている」 『エコノミスト』 臨時増刊 4月 14 日号  
米田貢 [2008] 「サブプライムローン問題と金融危機管理—— 1980 年代の日本の金融危機管理との比較で」 信用理論研究会春季全国大会報告資料

【付記】日本金融学会, 信用理論研究会の 2008 年度春季全国大会の報告から, 多くを学ばせていただいた。記して報告者に謝意を表したい。

【追記】校正時点で, 原油や穀物など商品先物市場への投機マネーの流入について, 米国連邦議会におけるヘッジファンド経営者マイケル・W・マスターズ氏の証言や, 経済産業省『通商白書 2008』によって, 新たな事実が明らかとなった。これらについては今後の検討課題としたい。また米住宅金融 2 公社の資産内容が悪化したため, 米政府は公的資金投入を含めて支援に動くことが報じられた。